

天融信（002212）/计算机

证券研究报告/公司点评

2023年5月7日

评级：买入（维持）

市场价格：11.07

分析师：闻学臣

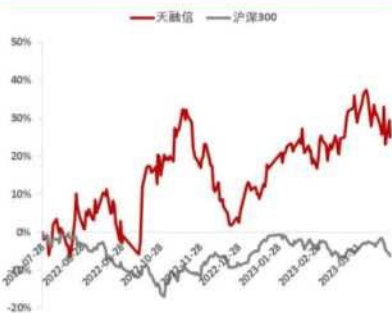
执业证书编号：S0740519090007

分析师：苏仪

执业证书编号：S0740520060001

基本状况

总股本(百万股)	1184.83
流通股本(百万股)	1167.77
市价(元)	11.07
市值(百万元)	13116.09
流通市值(百万元)	12927.19

股价与行业-市场走势对比

相关报告

1 《天融信（002212）：多点开花，防火墙龙头企业扬帆起航》

公司盈利预测及估值

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	3,352	3,543	4,606	5,883	7,205
增长率 yoy%	-41%	6%	30%	28%	22%
净利润	230	205	423	596	797
增长率 yoy%	-43%	-11%	106%	41%	34%
每股收益(元)	0.19	0.17	0.36	0.50	0.67
每股现金流量	0.14	-0.23	0.26	0.35	0.51
净资产收益率	2%	2%	4%	6%	7%
P/E	57.0	64.0	31.0	22.0	16.4
P/B	1.4	1.3	1.3	1.3	1.2

备注：股价为2023年5月5日收盘价

投资要点

- 投资事件：**公司发布2022年年报：2022年营业总收入35.43亿元，同比增长5.71%；归母净利润2.05亿元，同比下降10.83%；扣非归母净利润1.54亿元，同比下降0.4%。公司单Q4归母净利润为6.25亿元，同比增长97.11%。
- 营收持续增长，新方向新场景业务占比逐年提升。**公司2022年营收35.43亿元，同比增长5.71%，2022年单四季度实现营收20.80亿元，同比增长6.04%。公司前瞻布局成效渐显，新方向新场景保持增长，分行业来看，公司数据安全收入同比增长53.21%，工业互联网安全收入同比增长44.39%，云计算与云安全收入同比增长33.60%，信创安全收入同比增长25.73%。在数据安全方面，公司多维度进行数据安全体系化建设，推出十余款数据安全产品并构建“六步走”数据安全治理体系。在工业互联网安全方面，公司率先提出“双安融合”理念，12款产品在30多个行业中得到广泛应用。在云计算与云安全收入方面，公司先后发布了超融合、桌面云、天融信太行云解决方案、国产云化计算产品等。信创安全方面，公司于国产软硬件的“天融信昆仑”系列信创产品以63款209个型号保持业界领先。
- 研发费用增速放缓，毛利率有所提升。**截至2022年年底，公司的毛利率为59.72%，相较于2021年同期增长了0.31pcts。报告期内，公司期间费用总计同比增加5.16%，远低于前期费用增速。其中公司在新方向上的投入布局基本完成，研发费用增速较前期明显放缓，同比增加2.23%，较年度控制目标25%低22.77pcts；销售费用同比增加12.95%，较年度控制目标35%减少22.05pcts；管理费用同比下降4.48%。2022年公司研发投入10.72亿元，占营收比重30.26%，迭代、升级、发布47款产品，全数发布12个解决方案。
- 深耕网安，公司“一专多强”能力再进阶，深耕行业、广拓渠道。**公司2023年营收增速目标为30%。天融信防火墙连续23年市场占有率第一，近50款产品位居市场领先地位。公司行业客户、商业客户营收同比增长均超过50%，“双轮驱动”营销战略加速落地。在行业市场营销网络方面，公司针对政府、运营商、金融、能源、医疗、教育等行业设置有228个行业营销事业部，在全国各省、自治区设有90多个营销机构，拥有1000+家行业认证合作伙伴。在渠道营销网络方面，公司拥有15000+家金银牌认证合作伙伴覆盖地市政府、医疗、教育、企业市场，地市县市场覆盖面达到90%。细分来看，公司行业客户营收同比增长64.73%，商业客户营收同比增长54.95%。其中能源行业同比增长50.94%，交通行业同比增长35.51%，卫生行业同比增长27.22%，运营商行业同比增长21.68%，教育行业同比增长16.70%。

- **投资建议：**天融信作为网络安全的领先厂商，我们长期看好公司的发展。考虑到市场需求提升，但 2022 年基数较低，我们下调公司营收预期，我们预计公司 2023/2024/2025 年收入 46.06、58.83、72.05 亿元（调整前 23-24 年 56.29、71.21 亿元）同比增长 30%、28%、22%；考虑到公司利润端有所调整，公司归母净利润 4.23、5.96、7.97 亿元（调整前 23-24 年 7.64、10.06 亿元）。公司 2023/2024/2025 年 EPS 分别为 0.36/0.50/0.67 元（原 23-24 年预测为 0.64、0.85 元），对应 PE 31.0/22.0/16.4 倍，考虑收入高成长和有效控费，给予“买入”评级。
- **风险提示：**疫情影响，新市场开拓风险，公司业务进展不及预期，市场竞争加剧

附表：财务报表预测摘要及指标

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	918	1,151	1,471	1,801	营业收入	3,543	4,606	5,883	7,205
应收票据	3	5	6	7	营业成本	1,427	1,835	2,332	2,840
应收账款	2,747	3,109	3,567	4,065	税金及附加	27	46	59	72
预付账款	20	37	47	57	销售费用	812	1,015	1,265	1,513
存货	573	660	793	883	管理费用	322	392	471	540
合同资产	71	115	135	144	研发费用	821	984	1,218	1,455
其他流动资产	582	831	926	1,034	财务费用	-1	3	11	18
流动资产合计	4,843	5,793	6,810	7,847	信用减值损失	-40	-50	-60	-70
其他长期投资	7	7	7	7	资产减值损失	-10	-5	-5	-5
长期股权投资	514	514	514	514	公允价值变动收益	0	50	50	50
固定资产	442	395	353	315	投资收益	23	15	15	15
在建工程	0	0	0	0	其他收益	135	170	200	230
无形资产	814	986	1,177	1,364	营业利润	245	512	728	986
其他非流动资产	5,366	5,371	5,378	5,380	营业外收入	1	1	1	1
非流动资产合计	7,143	7,272	7,429	7,580	营业外支出	0	3	3	3
资产合计	11,986	13,065	14,239	15,428	利润总额	246	510	726	984
短期借款	105	421	880	1,031	所得税	41	87	130	187
应付票据	13	0	0	0	净利润	205	423	596	797
应付账款	933	1,101	1,283	1,420	少数股东损益	0	0	0	0
预收款项	0	9	12	14	归属母公司净利润	205	423	596	797
合同负债	143	415	559	721	NOPLAT	204	426	604	812
其他应付款	325	325	325	325	EPS (按最新股本摊薄)	0.17	0.36	0.50	0.67
一年内到期的非流动负债	35	35	35	35					
其他流动负债	445	529	626	722					
流动负债合计	2,000	2,835	3,720	4,268					
长期借款	0	50	-20	60					
应付债券	0	0	0	0					
其他非流动负债	205	205	205	205					
非流动负债合计	205	255	185	265					
负债合计	2,205	3,090	3,905	4,533					
归属母公司所有者权益	9,779	9,974	10,332	10,893					
少数股东权益	2	2	2	2					
所有者权益合计	9,781	9,976	10,334	10,895					
负债和股东权益	11,986	13,065	14,239	15,428					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	-271	308	418	608
现金收益	423	563	756	982
存货影响	-64	-87	-134	-90
经营性应收影响	-518	-376	-464	-505
经营性应付影响	51	164	184	140
其他影响	-163	44	75	81
投资活动现金流	184	-201	-241	-252
资本支出	-472	-261	-299	-315
股权投资	122	0	0	0
其他长期资产变化	534	60	58	63
融资活动现金流	71	126	142	-25
借款增加	100	366	389	231
股利及利息支付	-25	-529	-735	-1,001
股东融资	2	0	0	0
其他影响	-6	289	488	745

主要财务比率				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入增长率	5.7%	30.0%	27.7%	22.5%
EBIT增长率	-3.4%	109.8%	43.7%	36.1%
归母公司净利润增长率	-10.8%	106.4%	40.7%	33.9%
获利能力				
毛利率	59.7%	60.2%	60.4%	60.6%
净利率	5.8%	9.2%	10.1%	11.1%
ROE	2.1%	4.2%	5.8%	7.3%
ROIC	5.7%	10.6%	13.2%	15.7%
偿债能力				
资产负债率	18.4%	23.6%	27.4%	29.4%
债务权益比	3.5%	7.1%	10.6%	12.2%
流动比率	2.4	2.0	1.8	1.8
速动比率	2.1	1.8	1.6	1.6
营运能力				
总资产周转率	0.3	0.4	0.4	0.5
应收账款周转天数	241	229	204	191
应付账款周转天数	238	200	184	171
存货周转天数	136	121	112	106
每股指标 (元)				
每股收益	0.17	0.36	0.50	0.67
每股经营现金流	-0.23	0.26	0.35	0.51
每股净资产	8.25	8.42	8.72	9.19
估值比率				
P/E	64	31	22	16
P/B	1	1	1	1
EV/EBITDA	31	22	16	12

数据来源：中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。
 。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。